

ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 343.74:658.26] (477)

РЕЙДЕРСТВО, РЕЙДЕРСЬКІ РИЗИКИ ТА РЕЙДЕРСЬКА ПРИВАБЛИВІСТЬ ЕНЕРГЕТИЧНОЇ ГАЛУЗІ КРАЇНИ: КОНТЕНТ-АНАЛІЗ ТА КІЛЬКІСНЕ ВИМІРЮВАННЯ

THE CORPORATE RAID, RISKS OF RAIDING, AND RAIDING ATTRACTIVENESS OF THE COUNTRY'S ENERGY SECTOR: CONTENT ANALYSIS AND QUANTITATIVE EVALUATION

Антоненко В.М.

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри обліку, фінансів
та економічної безпеки,
Донецький національний технічний університет

Розглянуто проблему рейдерства в Україні, особливості його поширення в енергетичній галузі країни. Зроблено контент-аналіз наявних у наукових публікаціях дефініцій «рейдерство», «рейдерський ризик» і «рейдерська привабливість»; досліджено підходи до вимірювання загаданих ризику і привабливості. Обґрунтовано власну принципову позицію щодо виокремлення привабливості від ризику, тлумачення рейдерської привабливості як поєднання її фінансового та економічного складників, кількісної оцінки привабливості підприємства – об'єкта рейдерського захоплення.

Ключові слова: рейдерство, ризик рейдерського захоплення, рейдерська привабливість, економічна безпека, енергетична галузь, контент-аналіз, фактор, кількісна оцінка.

Рассмотрена проблема рейдерства в Украине, указаны особенности его распространения в энергетической отрасли страны. Осуществлен контент-анализ имеющихся в научных публикациях дефиниций «рейдерство», «рейдерский риск» и «рейдерская привлекательность»; исследованы подходы к измерению упомянутых риска и привлекательности. Обоснована собственная принципиальная позиция относительно выделения привлекательности от риска, толкования рейдерской привлекательности как сочетания ее финансовой и экономической составляющих, количественной оценки привлекательности предприятия – объекта рейдерского захвата.

Ключевые слова: рейдерство, риск рейдерского захвата, рейдерская привлекательность, экономическая безопасность, энергетическая отрасль, контент-анализ, фактор, количественная оценка.

The problem of the corporate raid in Ukraine is considered, peculiarities of its distribution in the energy sector of the country are provided. A content analysis of the definitions “raider”, “risk of raiding”, and “raiding attractiveness” available in scientific publications is carried out; approaches to measuring these risks and attractiveness are investigated. The author substantiates his own fundamental point on: distinguishing the attractiveness from the risk, interpreting raiding attractiveness as a combination of its financial and economic components, quantitative evaluation of the attractiveness of the enterprise – the object of the corporate raid.

Key words: corporate raid, risk of raiding, raiding attractiveness, economic security, energy sector, content analysis, factor, quantitative evaluation.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Сучасна економічна дійсність не тільки в Україні, а й у багатьох країнах світу

пов'язана з виникненням та розповсюдженням такого ганебного явища, як рейдерство, яке прямо й опосередковано негативно впливає на економічну захищеність усіх суб'єктів господарю-

вання – від окремих економічних індивідуумів до держави у цілому. На жаль, процеси поширення цього жахиття в економічне буття України мають певні специфічні особливості, що зумовлені надто тривалим і суперечливим періодом трансформації національної економіки та провокують серйозні системні негативні наслідки в економічній, політичній і соціальній сферах розвитку незалежної Української держави. Саме тому рейдерство і пов'язана з ним проблема економічної безпеки привертають увагу науковців і практиків, але при цьому науково-теоретична, законодавчо-правова й фінансово-економічна сфери таких досліджень, як нам здається, відстають від практичних потреб забезпечення захисту економічних суб'єктів від рейдерських посягань та атак. На нашу думку, у цьому контексті найбільш затребуваними (але нині відсутніми) є обґрунтування й розроблення кількісних методів оцінки рейдерських загроз, чому й присвячено цю публікацію.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор. Актуалізація науково-теоретичних пошуків та практичних питань рейдерства та економічної безпеки об'єктивно підвищує значущість цих питань у наукових колах та збільшує відповідну кількість присвячених цій тематиці публікацій. Питанням дослідження економічної безпеки на різних рівнях економіки присвячували свої праці такі дослідники, як: О. Ареф'єва, О. Барановський, В. Бегма, М. Войнаренко, О. Яременко, К.С. Горячева, М. Денисенко, Г.Є. Долматова, М. Єрмошенко, С.М. Ілляшенко, А.В. Калина, А.Ф. Кіт, Д. Ковальов, Л. Коженевський, А.А. Котвицький, В. Пономаренко, Є. Олейников, О. Омелянович, Й.М. Петрович, С. Покропивний, О.М. Семенів, О.З. Стожок, Т. Сухорукова, А. Фалович, М.В. Фоміна, В. Шликов та ін. Дослідженням рейдерства займалися: З.С. Варналій, З.Б. Живко і І.В. Мазур, Ю.А. Хатнюк (визначення сутності рейдерства), Ю.А. Берлач, Д. Фальшовник, Т. Цибульник (правові аспекти рейдерства і можливості захисту від нього), Д.А. Горовий, В.Ю. Нестеренко, І.А. Дмитрієв, А. Кірсєєв, Н. Кричевський, В.Ю. Нестеренко, М.І. Писаревський, Е. Савуляк, Н. Согрина (ризик рейдерства та їх вимірювання), О.А. Мельниченко, В.І. Пушкарьова, О.М. Сафронова (роль держави у захисті підприємств від рейдерства).

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується означена стаття. Попри те, що вказані вище вчені зробили вагомий внесок у дослідження економічної безпеки і рейдерства, досягли певного рівня розробленості зазначених питань, ще й досі вимагають свого наукового продовження деякі важливі аспекти цієї проблематики, зокрема проблема кількісного підходу до оцінки рівня рейдерської загрози і відповідного захисту від неї залишається на початковому етапі дослідження. Загалом пояснення відсутності односторонності й чіткості щодо питань кількісної оцінки

ризиків рейдерства і рівня рейдерської привабливості підприємств полягає у такому: по-перше, у складності порушеного питання, бо необхідна для цього інформація не є легко доступною для дослідників; по-друге, у швидкому і лавиноподібному розвитку цього явища (рейдерства) у вітчизняній економіці, що зумовлене не самостійно заробленим багатством вітчизняними олігархами, а загарбницьким (так званим приватизаційним) розподілом ними народного майна; по-третє, неперевершеним рівнем корупційності державних структур, які замість намагання перешкоджати посиленню рейдерства і нанесення шкоди економічній безпеці держави займаються лобіюванням інтересів тих самих рейдерів (більше того, у ЗМІ та правовій практиці налічується чимало прикладів злуки нечистих на руку ділків із державними чиновниками).

Формулювання цілей статті (**постановка завдання**). Базуючись на наявних результатах досліджень науковців і застосовуючи контент-аналіз наукових публікацій з означеної тематики, критично переосмислюючи їхні розробки та продовжуючи пошуки в напрямі визначення змістовної сутності та кількісного підходу до оцінки ризику рейдерських захоплень і рейдерської привабливості підприємств – жертв таких захоплень, сформулюємо мету цієї статті: визначитися із сутнісним умістом категорій «рейдерство», «рейдерський ризик» і «рейдерська привабливість» та надати науково обґрунтований і такий, що має практичне застосування, підхід до вимірювання рівня рейдерського ризику й рейдерської привабливості.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Економічна безпека України з різних позицій досліджувалася багатьма вченими, і принципово можна вважати, що ця тема в науковому сенсі є певним чином розробленою, але, на жаль, практика забезпечення національної безпеки є в чомусь хибною, неефективною, суперечливою чи навіть шкідливою для самої безпекдержавної ідеї. Варто зазначити, що з урахуванням актуальності економічна безпека окремих мікроекономічних суб'єктів (підприємств) також є цікавою для науковців, які в результаті своїх доробок сформулювали основні складники єдиної системи безпеки. Оцінюючи стан досліджень проблем економічної безпеки та рейдерства, підкреслимо, що перший напрям дослідження (безпека) історично виник набагато раніше, ніж другий (рейдерство), дослідження якого поки що не набуло серйозних наукових зрушень, хоча для нашої країни саме рейдерські загрози мають найбільш вагомий вплив на захищеність усіх економічних суб'єктів. Сьогодні саме рейдерство є першочерговою і найбільш значущою загрозою економічній безпеці держави та вітчизняних підприємств, а його похідні (рейдерські ризики, рейдерська привабливість) є актуальними темами наукових досліджень (табл. 1).

**Контент-аналіз категорій «рейдерство», «рейдерський ризик»
і «рейдерська привабливість» у наукових публікаціях**

Автор(и), джерело	Визначення
1	2
Рейдерство	
К.А. Мамонов, В.А. Величко [2]	Рейдерство на підприємствах ПЕК – комплекс взаємопов'язаних дій, формування та реалізація яких здійснюється на основі економічних, фінансових, корпоративних, соціальних, силових, юридичних, психологічних інструментів, спрямованих на захоплення власності підприємств, забезпечення їх управління, формуючи негативне сприйняття іншими паливно-енергетичними компаніями, соціальними та державними інституціями, внутрішніми і зовнішніми контролюючими й фінансовими органами, робітниками, які здійснюють вплив на функціонування підприємств ПЕК
О.А. Мельниченко, В.І. Пушкарьова [3]	Рейдерство – умисна діяльність команди професіоналів, яка використовує корупційність в органах державної влади та корпоративні конфлікти для отримання «законного» контролю над ліквідними активами чужих компаній як джерела власних надприбутків чи інших вигід
О.М. Юрченко [4]	В Україні рейдерство – це подальший перепродаж активів підприємств, спрямований, насамперед, на власне збагачення рейдерів
Л.С. Яструбецька [5]	Рейдерство – особливий вид діяльності, за якого контроль над активами суб'єктів господарювання нерідко провадять із порушенням їхніх прав та інтересів
О.А. Сороківська [6]	Рейдерство у сучасному розумінні – перерозподіл власності й корпоративних прав. Іншими словами, рейдерство – це недружнє, поза межами дії цивільного законодавства, проти волі власника захоплення чужого майна на користь іншої особи, встановлення над майном повного контролю нового власника в юридичному й фізичному розумінні з використанням корупційності чиновників та (або) із застосуванням сили
Matthew Rojansky [7]	Рейдерство – це незаконна та протиправна зміна прав власності на особливо цінні активи або майже всю вартість, створювану цими активами, що зазвичай супроводжується протиправними та примусовими діями державних органів. Окрім того, важливо відрізнити рейдерство від того, що ним не є: рейдерство – це не комерційна суперечка, не хабарництво і не корупційна приватизація, хоча корпоративне рейдерство може використовувати для досягнення своєї мети одну або всі ці дії
Ю.А. Хатнюк [8]	Узагальнюючи наукові погляди А.Д. Андреева, Б.М. Андрушківа, Ю. Берлача, Ю.Я. Вовка, Д. Зеркалова, А. Єфименка, А. Киреева, В. Нестеренка, автор указує, що рейдерство – це встановлення контролю над юридичною особою всупереч волі її власників, що здійснюється за допомогою неправомірних дій
С.В. Албул, С.О. Кузніченко [9]	В Україні рейдерство – це злочинна діяльність організованих злочинних угруповань із привласнення чужого майна шляхом шахрайства, з використанням неправосудних судових рішень за співучасті корумпованих чиновників
С.С. Молодецький [10]	Рейдерство сьогодні полягає у набутті сумнівними шляхами тимчасового права розпоряджатися активами та якнайшвидшим продажем цих активів пов'язаним із рейдером особам із подальшим перерозподілом (шляхом продажу, передання у володіння чи навіть набуття через суд) вилучених активів між пов'язаними особами, маючи на меті завадити їх поверненню законним власникам
Н.В. Радванська [11]	В українських умовах рейдерство являє собою дії напівкримінального (а часто відверто кримінального) характеру, спрямовані на захоплення власності
І.П. Мігус, В.М. Андрієнко, С.С. Молодецький [12]	Під терміном «рейдерство» розуміють доволі широкий спектр дій – від звичайного законного недружнього поглинання об'єктів власності до відверто «бандитського» захоплення підприємства
Рейдерський ризик	
В.Ю. Нестеренко [13]	Ризик рейдерського захоплення підприємства являє собою ймовірність настання події, у результаті якої підприємство потрапить у становище, в якому воно є об'єктом поглинання, з використанням псевдолегітимних методів та технологій, що створюють враження уявної законності дій, а також ризику злиття та ризику зміни складу акціонерів, що мають своїм наслідком повну або часткову втрату власником вкладених коштів

Закінчення таблиці 1

1	2
Рейдерська привабливість	
К.А. Мамонов, В.О. Величко [2]	Концепція рейдерської привабливості об'єднує систему поглядів, які містять нормативний та інформаційний базис, процедури оцінки, принципи і напрями управління, рівень взаємодії між різними групами зацікавлених осіб, функціонування спеціалізованого підрозділу, антирейдерський кодекс. Рейдерська привабливість – система поглядів, що містить нормативно-правовий та інформаційний базис, процедури оцінювання відносно визначення інтегрального критерію, формування інформаційно-аналітичного забезпечення та прийняття управлінських рішень щодо протидії рейдерству на підприємствах ПЕК
В.О. Величко [14]	Рейдерська привабливість підприємств ПЕК розглядається як система поглядів, що включає нормативно-правовий та інформаційний базис, оціночні процедури щодо визначення інтегрального критерію, враховуючи напрями та особливості взаємодії між групами зацікавлених осіб

Для енергетичної галузі країни, яка має потенційно стабільний попит на свою продукцію й послуги, а отже, і певні гарантії отримання доходів, поділеної олігархічними структурами на осередки власності та сфери впливу, тема рейдерських захватів є гучною і резонансною. Необхідно вказати на серйозну специфіку цієї галузі: підвищена олігархічна цікавість до неї провокує зрощення власників підприємств енергетичної галузі з державними інституціями на тлі відокремлених від держави економічних інтересів окремих представників влади. У цьому сенсі можна тільки згадати про сумнозвісний Закон «Про заходи, спрямовані на забезпечення сталого функціонування підприємств паливно-енергетичного комплексу» від 23.06.2005 № 2711-IV [1], який був дійсним протягом президентства декількох відомих осіб й є чинним і досі та який являє собою абсолютне безпрецедентне нахабне лобювання олігархами своїх інтересів за рахунок держави, а з боку держави – створення необґрунтованих преференцій своїм партнерам-олігархам. Звісно, що за таких умов функціонування енергетичної галузі є принаймні досить специфічним, а рейдерські загрози – доволі масштабними і катастрофічними як для окремих представників цієї галузі, так і для країни у цілому. Як справедливо вказують

О.А. Мельниченко і В.І. Пушкарьова: «Нині ініціаторами рейдерських атак є переважно олігархи й пов'язані з ними структури (фактично представники крупного бізнесу та державної влади), тому не дивно, що від рейдерських атак не застрахована жодна компанія на теренах України» [3]. Із цього приводу цитуємо також висновок із дослідження, проведеного В.О. Величко, яка, узагальнюючи доробки авторів-попередників, пише: «Зростання рейдерської привабливості підприємств ПЕК здійснюється шляхом отримання доходів за рахунок використання владних повноважень. У цьому контексті показовою є точка зору В. Дементьєва, М. Зверякова, які чітко вказують на процеси зрощування влади і бізнесу для вирішення пред-

ставлених питань. На наявність тіньових владних центрів, які сприяють у тому числі реалізації рейдерських атак на підприємства ПЕК, указує В. Предборський. Усі без винятку автори єдині й сходяться у тому, що в національній економіці ПЕК є сферою з найбільшою рейдерською привабливістю» [14].

Аналіз наведених у табл. 1 наукових тлумачень категорії «рейдерство» доводить, що її сутність у цілому є вже визначеною цитованими авторами, з якими варто погодитися, і принципово не вимагає суттєвих уточнень, чого не можна стверджувати про сутнісну характеристику категорій рейдерського ризику і рейдерської привабливості. На жаль, замало вчених наводять характеристику цих категорій, і досі не склалося єдиного узагальнюючого підходу до їх тлумачення, тому вважаємо за необхідне зосередитися саме на визначенні зазначених понять.

З повагою ставлячись до дисертаційного дослідження В.Ю. Нестеренка [13], необхідно зазначити, що його підхід до тлумачення рейдерського ризику не є остаточним, а навпаки, дискусійним, ця тема вимагає наукового й практичного поглиблення у межах указаних на рис. 1 факторів (складових елементів) ризику рейдерського захоплення. Спробуємо висловити власне бачення цієї категорії: ризик рейдерського захоплення являє собою комплексну одночасну реалізацію зовнішніх і внутрішніх факторів (загроз) ризику (які перераховані на згаданому рис. 1), серед яких, до речі, виділяється як один із найбільш значущих внутрішніх чинників – рейдерська привабливість підприємства.

Кількісне вимірювання рівня рейдерського ризику є поки незавершеною темою у науці. У цілому на рівень ризику рейдерських загроз прямо чи опосередковано здійснює вплив досить велика кількість факторів, різних за характером, напрямом дії, наслідками впливу тощо. Це, наприклад, досить якісно подано в роботах Н. Кричевського, М.І. Писаревського, Н. Согриної та ін. (табл. 2), які до того ж зро-

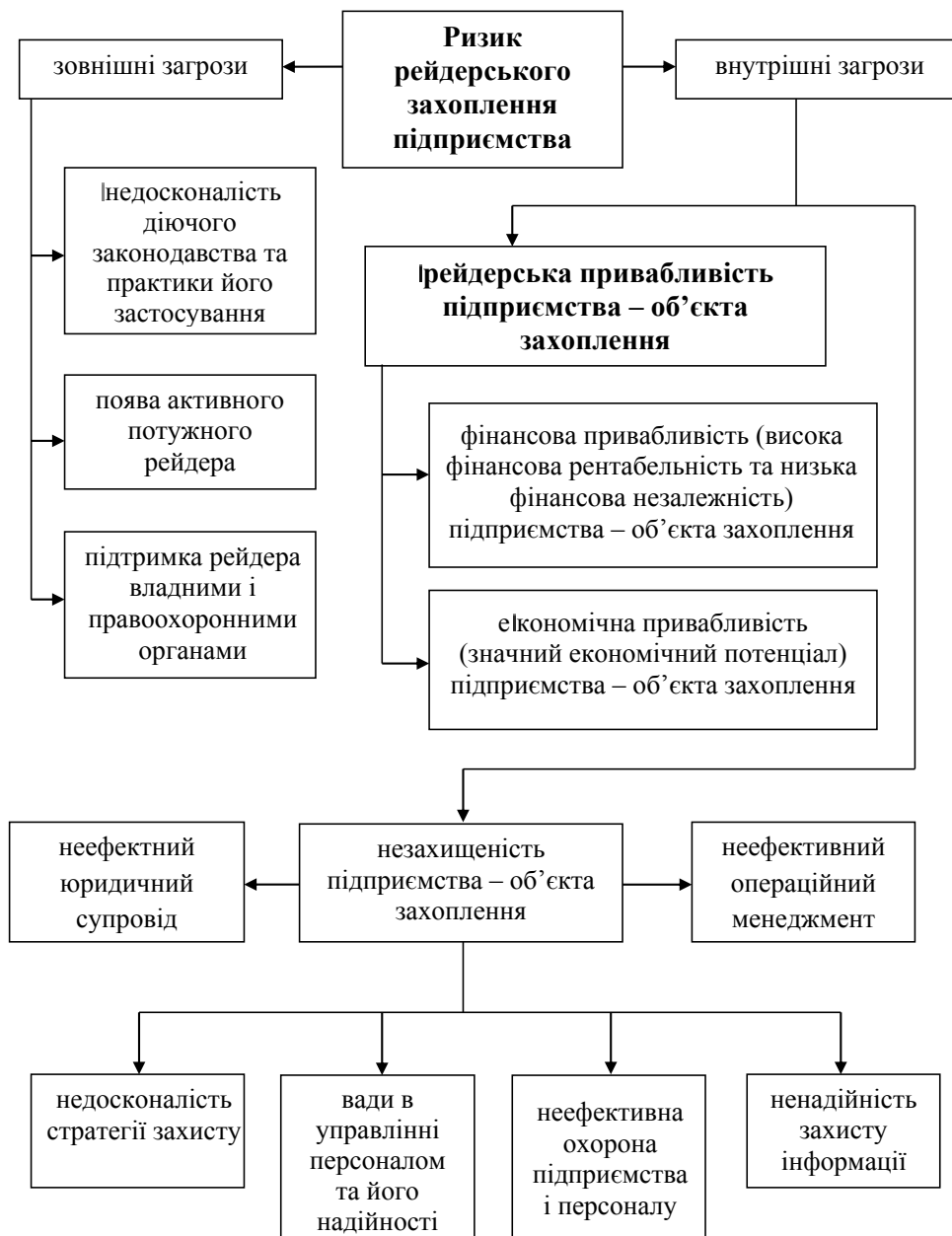


Рис. 1. Факторне обґрунтування ризику рейдерського захоплення підприємства

били, на нашу думку, принципово вдалі спроби розроблення методичного забезпечення оцінки ризику рейдерських захоптів підприємств; єдиним «мінусом» такої оцінки можна вважати занадто велику переобтяженість їх методики значною кількістю залучених авторами параметрів.

На нашу думку, професійно кваліфіковане дослідження ризиків рейдерського захоплення має відбуватися комплексно групою різних за кваліфікаційними галузями фахівців, які спеціалізувалися би на окремих напрямках, наприклад: юристами (діюче законодавство та практика його застосування), економістами

(використання економічного потенціалу підприємства), фінансистами (проблеми у фінансовій сфері), менеджерами (неефективний операційний менеджмент та вади в управлінні персоналом і його надійності), фахівцями в галузі фінансово-економічної безпеки (недосконалість стратегії захисту) та інформаційних технологій (ненадійність захисту інформації), спеціалістами силових структур (неефективна охорона підприємства і персоналу). Отже, ті напрацювання, які наведено в табл. 2, є певною мірою еkleктичним досвідом поєднання усіх перелічених сутнісних напрямів категорії рейдерського ризику.

Таблиця 2

Наукові підходи до оцінки ризиків рейдерського захоплення

Автор(и), джерело	Фактори ризику (загроз) рейдерського захоплення	Примітки
1	2	3
Н. Кричевський [15]	15 факторів: організаційна структура, наявність засновників, що не приймають участі в діяльності, наявність нерухомості, інтелектуальної власності, неналежне оформлення активів, діючі обтяження, зростання вартості фірми, наявність простроченої кредиторської заборгованості, подвійна бухгалтерія, внутрішні конфлікти, відсутність мотивації і стимулювання менеджменту, відсутність постійних контактів із реєстратором, несприятливе соціальне оточення, негативні відносини з органами влади, відсутність контактів із законними силовими структурами, неуспішні спроби рейдерських поглинань	За кожним фактором здійснюється суб'єктивна бальна оцінка (0,5 чи 1,0 бал); значення факторів підсумовуються без зважування. Захисні фактори не враховуються. Прогнозується тільки великий ризик рейдерського захоплення
Э. Савуляк [15]	16 факторів: міра розпиленості власності, частка ринкової вартості нерухомості в активах, частка кредиторської заборгованості в пасивах, частота виплати дивідендів, галузь підприємства, регіон знаходження підприємства, організаційно-правова форма власності, реальність юридичної і фактичної адрес, фірма (траст, офшор, інше), на яку виведені найбільш цінні активи, ступінь диверсифікації бізнесу, перевірка підприємства перед його купівлею, реальність осіб засновників і директора, підконтрольність власнику реєстратора акціонерів, публічність реального власника, надійність реєстратора, достовірність підписів директора / акціонерів	За кожним фактором здійснюється суб'єктивна бальна оцінка (діапазони варіювання різні для різних факторів); оцінки факторів підсумовуються без зважування. Ризик рейдерського захоплення поділяється на високий, середній, низький
Н.С. Согрина [15]	17 факторів: реформується попередня методика; виключаються фактори: регіон знаходження підприємства та організаційно-правова форма власності й додаються такі: активність міноритарних акціонерів, наявність внутрішніх конфліктів, відношення з органами влади і силовими структурами	За кожним фактором здійснюється суб'єктивна бальна оцінка (діапазони варіювання різні для різних факторів); оцінки факторів підсумовуються без зважування. Ризик рейдерського захоплення поділяється на вельми ймовірний, високий, середній, низький
М.І. Писаревський [16]	17 факторів: ступінь «розпорошеності»/консолідованості акцій, центри володіння активами, частка нерухомості в активах і випуск акцій, рішення про антирейдерські бар'єри у статуті, рішення про обрання або припинення повноважень голови та членів наглядової ради, виконавчого органу, наявність комітетів стратегічного планування, аудиторського тощо в складі наглядової ради, наявність конфлікту інтересів власників і менеджменту, відкритість інформації про діяльність акціонерного товариства, планування АТ включити власні акції до лістингу фондових бірж протягом наступних трьох років, наявність власного кодексу корпоративного управління, порушення порядку проведення зборів акціонерів і засідань ради директорів, ведення реєстру фірми, публічність реального власника, надійність реєстратора, вірогідність фінансово-економічної неспроможності	Запропоновано використання показника q-Тобіна (характеризує інвестиційну привабливість підприємства): $q_T = K_{\text{ринк}} / \text{ЧА}$, де $K_{\text{ринк}}$ – ринкова капіталізація, ЧА – чисті активи підприємства. Якщо $q_T < 1$, то підприємство може стати об'єктом недружнього поглинання, тому далі за кожним фактором здійснюється суб'єктивна бальна оцінка; оцінки факторів підсумовуються без зважування. Інтеграція оцінок не здійснюється

1	2	3
О.М. Сологуб [17]	6 груп факторів (26 факторів): <i>фінансова привабливість підприємства:</i> привабливість, прибутковість, дивіденди, дохід, очікувані результати, рентабельність; <i>кількість акціонерів на підприємстві:</i> міноритарії, чисельність акціонерів, контрольний пакет, збори акціонерів, змова; положення підприємства на ринку; <i>незначна популярність для пересічного громадянина:</i> суспільний резонанс, ЗМІ, розголос, громадськість, популярність; <i>можливість подальшого перепродажу підприємства:</i> власність підприємства, активи підприємства, перепродаж активів, посередник у перепродажу; <i>можливість стабільної роботи підприємства:</i> довгострокові договори, привабливість бізнесу, прибуткові контракти, джерело прибутку	Оцінка факторів проводиться з використанням методу експертної бальної оцінки із застосуванням її зважування. Для визначення вагових коефіцієнтів впливу факторів на кінцевий загальний показник ризику запропоновано використовувати метод контент-аналізу публікацій за темою рейдерства
І.П. Мігус, В.М. Андрієнко, С.С. Молодецький [12]	5 факторів: коефіцієнт співвідношення кредиторської та дебіторської заборгованостей, коефіцієнт прибутковості активів, коефіцієнт покриття, коефіцієнт фінансування, коефіцієнт фінансової незалежності	Встановлено нормативні значення факторів, порівняння з якими фактичних значень визначає високу, середню чи мінімальну ймовірність рейдерського захоплення

Як уже зазначалося, одним з основних факторів ризику рейдерського захоплення є рейдерська привабливість підприємства – об'єкта захоплення, яка, на нашу думку, потребує не тільки сутнісного, а й кількісного визначення.

Сутність цього поняття дослідники К.А. Мамонов, і В.О. Величко [2; 14] тлумачать як «систему поглядів ...», що, на нашу думку, є дещо розмитим, не чітким і не конкретним; окрім того, в їх трактуванні абсолютно не згадується те, що саме приваблює рейдерів до підприємства – жертви захоплення: економічні інтереси загарбників, тому їх формулювання мусимо визнати як некоректне.

На противагу їм дамо таке визначення: рейдерська привабливість підприємства – потенційного об'єкта рейдерського захоплення – це його кількісна комплексна фінансово-економічна характеристика, яка оцінює потенційну ефективність для рейдера операції захоплення й подальшого володіння привласненим підприємством, причому ефективність традиційно розцінюється як зіставлення економічних вигод (прибутків) рейдера з його витратами, пов'язаними із захопленням підприємства-жертви. До речі, варто провести паралель із визначенням наукою інвестиційної привабливості (яка вже має серйозну і досить тривалу історію дослідження). Наведемо тільки деякі приклади: інвестиційна привабливість – це надійність отримання прибутку під час вкладання грошей у цінні папери підприємства [18]; отримання економічної ефективності в майбутньому; надійне і своєчасне досягнення цілей інвестора на основі економічних результатів діяльності [19]. Отже, при-

вабливість принципово має розглядатися як мотивація, стимул, зацікавленість в отриманні економічних вигод від того об'єкта, який є привабливим для рейдера, якщо розглядається рейдерська привабливість, чи інвестора, коли йдеться про інвестиційну привабливість, бо і рейдер, і інвестор мають та переслідують передусім свої власні економічні інтереси.

Із цього приводу необхідно критично поставитися і до пропонуванних науковцями підходів до оцінки рівня рейдерської привабливості (табл. 3). Наприклад, В.А. Величко [20] у вміст привабливості намагається вмістити все, що так чи інакше має якесь відношення до рейдерства взагалі, але не акцентує увагу на привабливості як об'єкта економічних інтересів рейдера; Д.А. Горовий і В.Ю. Нестеренко [21] взагалі у тексті своєї роботи повністю зрівнюють поняття «ризик рейдерського захоплення» і «рейдерська привабливість».

Отже, базуючись на нашому власному визначенні рейдерської привабливості підприємства і розглядаючи її в розрізі фінансового та економічного складників виходячи з тих міркувань, що метою рейдера є отримання джерела потенційних прибутків (що виражається у фінансовій рентабельності вибраного для захвату підприємства) за мінімальних витрат рейдера (що визначається фінансовою залежністю підприємства-жертви), сутність фінансової привабливості може бути формалізована в такий спосіб:

$$RP = \frac{\sum Ri \times Ki}{\sum Fj \times Kj}, \quad (1)$$

де RP – показник рейдерської привабливості підприємств;

Таблиця 3

Наукові підходи до оцінки рівня рейдерської привабливості

Автор(и), джерело	Фактори рейдерської привабливості	Примітки
1	2	3
В.А. Величко [20]	<p>63 фактори, поділені за такими рівнями:</p> <p><i>рівні корумпованості та тінізації ПЕК</i>: корумпованості, тінізації; олігархізації економіки підприємств, лобіювання інтересів зацікавлених осіб, «непрозорі» приватизації, впливу державних органів влади на підприємства;</p> <p><i>якість корпоративного управління</i>: ефективність корпоративних відносин, якість взаємодії між корпоративними органами управління, рівень компетенції органів корпоративного управління, дотримання прав акціонерів, ефективність функціонування: загальних зборів акціонерів, правління, наглядової ради, корпоративного секретаря, наявність корпоративного кодексу, рівень відповідності функціонування підприємств нормативно-правовому забезпеченню;</p> <p><i>стейкхолдерний показник</i>: ефективність взаємодії між підприємством ПЕК і споживачами послуг ПЕК, між підприємством ПЕК і компаніями – споживачами їхніх послуг, між підприємством ПЕК та іншими підприємствами ПЕК, підприємства ПЕК із вітчизняними інвесторами, підприємства ПЕК з іноземними інвесторами, вплив державних органів влади на діяльність підприємства ПЕК, взаємодія підприємства ПЕК і фінансовими та кредитними установами, ПЕК із зовнішніми «силовими» органами, підприємства ПЕК із зовнішніми контролюючими органами, ефективність взаємодії підприємства ПЕК із соціалом, підприємства ПЕК з організаціями, що забезпечують інформаційний вплив, підприємства ПЕК і територіальної громади, ефективність функціонування менеджменту компанії, «трудова» віддача робітників підприємств ПЕК, ефективність функціонування внутрішніх фінансово-економічних підрозділів, внутрішніх контролюючих підрозділів, що забезпечують контроль і моніторинг формування й використання всіх видів ресурсів, внутрішніх «силових» підрозділів;</p> <p><i>безпека від рейдерських атак</i>: соціальна захищеність та матеріальне забезпечення працівників, охорона праці, наявність на підприємстві ПЕК антирейдерського кодексу, відношення кількості конфліктів інтересів до кількості зацікавлених осіб;</p> <p><i>виникнення рейдерської атаки</i>: показники невідповідності оцінки активів підприємства його вартості, невиконання діючих угод, порушення наявного законодавства, рівня застосування інструментів захисту прав власності, механізму забезпечення фінансово-економічної безпеки підприємства, рівня корпоративної етики; рівня інформаційного захисту на паливно-енергетичному підприємстві;</p> <p><i>показники фінансово-економічного стану</i>: рентабельності функціонування, загальної ліквідності, фінансової незалежності, фондівіддача основних засобів, оборотності: інших необоротних активів, матеріальних запасів, дебіторської заборгованості, грошових коштів, продуктивність праці, коефіцієнт руху робочої сили;</p> <p><i>кваліфікації робітників</i>: рівень професійної підготовки робітників, наявність та реалізація програм підвищення кваліфікації робітників, стажування робітників, досвіду провідних підприємств ПЕК забезпечення робітниками, середнього віку робітників;</p> <p><i>соціальної відповідальності</i>: рівень реалізації соціальних проектів і програм, взаємодія із соціальною сферою, дотримання соціальних гарантій, субсидювання соціально незахищених верств населення.</p>	<p>Для визначення кількісного значення показників (окрім показників фінансово-економічного стану, за якими застосовуються кількісні розрахунки за даними фінансових і економічних звітів) застосовується експертна бальна оцінка з урахуванням коефіцієнтів вагомості (важливості) показників у межах кожного ідентифікованого автором рівня. Інтеграція оціночних показників за окремими рівнями і визначення узагальнюючого критерію здійснюється шляхом застосування експертних вагових коефіцієнтів і методу аналізу ієрархій, на основі чого виокремлюються 10 рівнів ризику рейдерського захоплення: відсутній, безпечний, низький, несуттєвий, помірний, суттєвий, високий, небезпечний, критичний, аномальний.</p>

1	2	3
<p>Д.А. Горовий, В.Ю. Нестеренко [21] Автори повністю зрівнюють поняття «ризик рейдерського захоплення» і «рейдерська привабливість»</p>	<p>7 груп факторів (28 факторів): <i>дохідність підприємства</i>: головний показник – рентабельність власного капіталу; додаткові показники: поточна прибутковість акцій, коефіцієнт капіталізації, темпи росту первісної вартості основних фондів, темпи росту чистого прибутку; <i>фінансова незалежність підприємства</i>: головний показник – коефіцієнт автономії; додаткові показники: частка довгострокових зобов'язань у позикових коштах, частка заборгованості перед бюджетом, коефіцієнти загальної і абсолютної ліквідності; <i>можливість перепродажу підприємства</i>: міцезнаходження підприємства і вартість земельної діяльності, співвідношення балансової та ринкової вартості основних фондів підприємства, тенденції у зміні вартості акцій підприємства; <i>можливість стабільної роботи підприємства</i>: головний показник – рентабельність продажів; додаткові показники: темпи росту коефіцієнту оборотності активів, фактичних цін на продукцію підприємства, зниження адміністративних витрат, росту виручки; <i>невідомість підприємства в регіоні</i>: значущість підприємства як роботодавця у регіоні, рівень відомості підприємства в регіоні, зв'язок підприємства з державною або місцевою владою, частота згадування про підприємство в ЗМІ; <i>кількість акціонерів підприємства</i>: кількість мажоритарних акціонерів та їх вагомість, співвідношення пакетів у мажоритарних акціонерів, співвідношення пакетів акцій у мажоритарних та міноритарних акціонерів; <i>оцінка монополності підприємства</i>: еластичність попиту на продукцію підприємства, частка ринку, частка ринку у головних конкурентів</p>	<p>Оцінка факторів здійснюється експертним методом із ранжуванням балів залежно від ступеня прояву кожного показника. Ранжування зменшує негативні наслідки суб'єктивізму в оцінках факторів. Для інтеграції факторів застосовуються спеціальні відносні показники, що визначаються діленням кількості балів за певним фактором на максимально можливу кількість балів. Відносні показники підсумовуються з вагами, які визначаються методом контент-аналізу публікацій за темою рейдерства</p>

R_i – показники рентабельності власного і сукупного капіталу;

K_i, K_j – коефіцієнти значущості (вагомості) відповідних фінансових показників, які визначаються експертним методом.

Якщо фінансова привабливість відсутня або ж незначна (наприклад, підприємство є збитковим), то рейдера може приваблювати наявність потужного економічного потенціалу (економічна привабливість), який після захоплення цього підприємства рейдером може бути успішно реалізованим і приносити йому (рейдеру) очікувані прибутки:

$$RP = \frac{1}{\sum(Z_i \times K_i) \times \sum(F_j \times K_j)}, \quad (2)$$

де Z_i – показники збитковості власного і сукупного капіталу;

F_j – показники фінансового стану (незалежності, платоспроможності).

Звісно, що позиція, яка відстоюється у цій публікації, також не є остаточним варіантом оцінки рівня рейдерської привабливості, але, сподіваємося, вона може бути визнана як певний крок в обґрунтуванні більш адекватного підходу до означеної теми. Цікавість і актуальність цієї теми вимагає продовження серйозних ґрунтовних досліджень, одним із напрямів яких

може бути порушена у цій статті ідентифікація рейдерської привабливості як сукупності її фінансового й економічного складників.

Висновки з цього дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Сучасні умови розвитку української економіки характеризуються поширенням рейдерства в усіх без винятку галузях, яке негативно впливає на економічну безпеку країни у цілому й окремих підприємств; особливо показовим проявом цього є енергетична галузь, яку до того ж протягом тривалого часу лобіює держава. Ця тема все більше привертає увагу науковців і практиків, що переймаються дослідженнями категорій «рейдерство», «рейдерський ризик» і «рейдерська привабливість». Якщо сутність рейдерства є вже досить визначеною науковцями, то цього, на жаль, не можна сказати про рейдерський ризик і рейдерську привабливість, більше того, у присвячених їм публікаціях спостерігаються сутнісний еkleктизм, нечіткість і некоректність.

Авторське визначення цих категорій зводиться до такого: ризик рейдерського захоплення – це комплексна одночасна реалізація зовнішніх і внутрішніх факторів (загроз) ризику (у статті наводиться перелік зазначених факторів); рейдерська привабливість – це єдність

фінансового й економічного її складників, тобто кількісна комплексна фінансово-економічна характеристика, яка вимірює потенційну ефективність для рейдера операції захоплення й подальшого володіння привласненим підприємством, причому ефективність розглядається як зіставлення економічних вигод рейдера з його витратами, пов'язаними із захопленням підприємства-жертви. На вказаних засадах обґрунтовано формалізований підхід до кількісного вимірювання рівня рейдерської привабливості,

в основу якого покладено показники рентабельності (збитковості) власного і сукупного капіталу, показники фінансового стану (незалежності, платоспроможності) і коефіцієнти експертної значущості цих фінансових показників.

Можливо, такий підхід до визначення та вимірювання рейдерського ризику і рівня рейдерської привабливості стане певним кроком у науковому просуванні цієї актуальної теми чи принаймні хоча б своєрідним поштовхом до подальших наукових дискусій із цього приводу.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Про заходи, спрямовані на забезпечення сталого функціонування підприємств паливно-енергетичного комплексу: Закон України від 23 червня 2005 р. № 2711-IV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2711-15/page> (дата звернення: 30.06.2018).
2. Мамонов К.А., Величко В.А. Рейдерство на підприємствах паливно-енергетичного комплексу: стан та особливості здійснення. Економічний аналіз. 2017. Т. 27. № 1. С. 206–212.
3. Мельниченко О.А., Пушкарьова В.І. Протидія рейдерству як складова державної політики щодо економічної безпеки. Актуальні проблеми державного управління. 2015. № 1(47). С. 102–108. URL: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/apdu/2015-1/index.html> (дата звернення: 30.06.2018).
4. Юрченко О.М. Рейдерство в Україні. Боротьба з організованою злочинністю і корупцією (теорія і практика). 2012. № 2(28). С. 80–87. URL: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?I21DBN=LINK&P21DBN=UJRN&Z21ID=&S21REF=10&S21CNR=20&S21STN=1&S21FMT=ASP_meta&C21CJM=S&S21P03=FILA=&S21STR=boz_2012_2_12 (дата звернення: 03.07.2018).
5. Яструбецька Л.С. Особливості організації рейдерських захоплень підприємств в Україні. Економіка і суспільство. 2017. Вип. 9. С. 1107–1112. URL: http://www.economyandsociety.in.ua/journal/9_ukr/189.pdf (дата звернення: 04.07.2018).
6. Сороківська О.А. Дослідження проявів економічного рейдерства в Україні та пошук шляхів його подолання. URL: http://elartu.tntu.edu.ua/bitstream/123456789/17762/1/Article_Sorokivska.pdf (дата звернення: 02.07.2018).
7. Rojansky M. Корпоративне рейдерство в Україні. Wilson Center Home Kennan Institute Research. 2013. Jul. 1. URL: <https://www.wilsoncenter.org/article/korporativne-reyderstvo-v-ukrayini> (дата звернення: 03.07.2018).
8. Хатнюк Ю.А. Визначення поняття рейдерства та його характеристика у законодавстві України. Науковий вісник Львівського державного ун-ту внутрішніх справ. 2013. № 4. С. 174–185. URL: http://www2.lvduvs.edu.ua/documents_pdf/visnyku/nvsy/04_2013/13hyuauzu.pdf (дата звернення: 04.07.2018).
9. Албул С.В., Кузніченко С.О. Рейдерство: до питання вироблення державної стратегії протидії. URL: http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?I21DBN=LINK&P21DBN=UJRN&Z21ID=&S21REF=10&S21CNR=20&S21STN=1&S21FMT=ASP_meta&C21COM=S&S21P03=FILA=&S21STR=Pchdu_2013_2_19 (дата звернення: 04.07.2018).
10. Молодецький С.С. Рейдерство як загроза економічній безпеці України. Науковий вісник Херсонського державного ун-ту. Серія «Економічні науки». 2014. Вип. 5. Ч. 2. С. 184–187. URL: http://www.ej.kherson.ua/journal/economic_05/12_2.pdf (дата звернення: 01.07.2018).
11. Радванська Н.В. Рейдерство як загроза економічній безпеці підприємства та держави. Вісник Хмельницького національного ун-ту. Економічні науки. 2011. № 2. Т. 1. С. 204–206. URL: http://journals.khnu.khnu.km.ua/vestnik/pdf/ekon/ekon/2011_2_1/204-206.pdf (дата звернення: 02.07.2018).
12. Мігус І.П., Андрієнко В.М., Молодецький С.С. Методика прогнозування банкрутства та рейдерства як інструмент державного моніторингу стану фінансової безпеки України. Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. 2017. № 2. (Web of Science).
13. Нестеренко В.Ю. Управління ризиком рейдерського захоплення на прикладі автотранспортних підприємств: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04. Київ, 2010. 23 с.
14. Величко В.О. Аналіз факторів, що впливають на «рейдерську привабливість» підприємств паливно-енергетичного комплексу. Комунальне господарство міст. 2016. Вип. 129. С. 23–28. URL: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/apdu/2015-1/doc/2/04.pdf> (дата звернення: 03.07.2018).
15. Согрина Н.С. Методика оцінки ризику недружественного поглинання (рейдерства) в трансформіруемой економіке. Вестник Челябинского государственного ун-та. Экономика. 2010. № 5(186). Вип. 25. С. 166–172. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/metodika-otsenki-riska-nedruzhestvennogo-pogloscheniya-reyderstva-v-transformiruemoj-ekonomike> (дата звернення: 03.07.2018).
16. Писаревський М.І. Аналітичний аспект оцінки ризику рейдерського захвату підприємств машинобудування. Східна Європа: економіка, бізнес та управління. 2016. Вип. С. 313–317. URL: http://www.eastemeurope-ebm.in.ua/journal/2_2016/60.pdf (дата звернення: 03.07.2018).

17. Сологуб О.М. Дослідження імовірності рейдерського захвату машинобудівних підприємств як ключової загрози їх економічної стабільності. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=893> (дата звернення: 03.07.2018).

18. Владимиров С.В., Морозова О.П. Поняття інвестиційної привабливості підприємства. URL: http://www.rusnauka.com/33_DWS_2010/33_DWS_2010/Economics/74500.doc.htm (дата звернення: 07.07.2018).

19. Саранюк А. Системне узагальнення методик оцінювання інвестиційної привабливості підприємств житлово-комунального господарства. Вісник ТНЕУ. Економіка і управління підприємствами. 2016. Вип. 1. С. 89–98. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/3931> (дата звернення: 07.07.2018).

20. Величко В.А. Інформаційно-аналітичне забезпечення протидії рейдерству на паливно-енергетичних підприємствах: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04. Харків, 2017. 20 с. URL: http://repository.kpi.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/32847/1/avtoreferat_2017_Velychko_Inform-analit_zabezpechennia.pdf (дата звернення: 02.07.2018).

21. Горовий Д.А., Нестеренко В.Ю. Оцінка ризику рейдерського захоплення підприємства. Вестник Нац. техн. ун-та «ХПИ». Технический прогресс и эффективность производства. 2009. № 5. С. 26–34. URL: http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press/29779/1/vestnik_KhPI_2009_5_Horovyy_Otsinka_ryzyku.pdf (дата звернення: 01.07.2018).